

2011年06月家用电器行业研究月报

评级：增持 维持评级

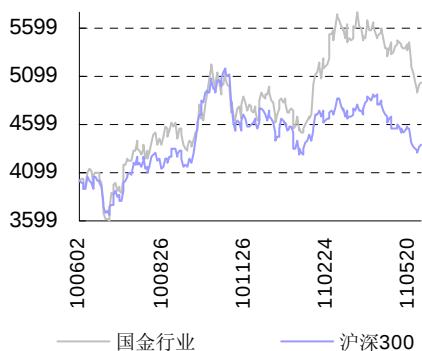
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

6月组合：空调中报前进可攻+有催化剂个股

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	38.51
市场优化平均市盈率	23.62
国金家用电器指数	5036.75
沪深300指数	3004.17
上证指数	2743.57
深证成指	11699.83
中小板指数	6266.61



相关报告

- 1.《月度数据分析：空调旺盛,5月产销继续乐观》，2011.5.20
- 2.《家电下乡 4月下降勿担忧;空调近期销售旺盛》，2011.5.9
- 3.《家电年报一季报总结及5月组合建议》，2011.5.6

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

投资建议

- **6月行业观点：**1) 2Q 家电各子行业中，从增长来看，空调销量增长依然超预期（由 1Q 出口旺季时出口超预期转变为 2Q 进入内销旺季后内销超预期）；冰/洗/小家电基本符合年初预期（不过我们调研跟踪的情况是 5 月以来不少业者感到增速不达预期中的增长，原因有 CPI 高企影响、一二线城市房地产缩量滞后影响显现、农村增长进入平稳期等）；电视销量略低于预期但盈利能力超预期。我们对空/冰/洗/电视的全年销量预期由前期的 19%、4%、14%、15% 调整为 25%、4%、14%、10%。2) 从估值来看，空/冰/洗/电视/小家电目前估值安全边际均高，向下风险不大，全年还将震荡向上（个股空间可达 30-50%）；家电配件多数个股估值仍高。3) 细分板块首推空调，理由是内销旺季到来增速靓丽+毛利率环比回升将明显（部分投资者担心的空调节能补贴退出在我们预料之内，但我们认为实际并不会因此而受到影响，只要 6 月空调出货继续旺盛消除这一不确定性，则将具备进攻性）；而其余子版块还需自下而上寻找个股催化剂。
- **6月组合建议：**沿着“空调股中报前可进攻，其余选有催化剂个股”的思路，我们的 6 月重点推荐组合和 5 月一致，顺序为：格力、海尔、美的、华帝、海信。另外从全年绝对收益安全边际强来看，近期还可布局价值品种苏泊尔（大股东增持价 30 元），三花股份（股权激励行权价 35.69 元）；从未来一两年业绩增速可持续、当前 PE/G 较低来看，老板电器、小天鹅、万和电气尽管短期缺乏催化剂、当前股价也完全具备投资价值。

数据点评

- 产业在线口径 4 月冰洗彩电销量分别同比增 13%、20%、-2%，与统计局产量增速偏差并不大，产量、内外销量、库存、上市公司增速及份额情况详见正文；但个别公司的增速可能与实际情况有出入，还需结合上市公司调研跟踪来判断实际情况。
- 我们比较分析了产业在线、中怡康、家电下乡数据发现，今年以来冰箱行业已主要靠农村市场增长带动，海尔的空调洗衣机、美的系的冰箱的增长则比行业平均水平更多地依靠农村市场。
- 铜、铝、原油和钢材价格 5 月都有不同程度下跌，有助于 2Q 白电企业毛利率的环比提升。5 月上液晶面板价格环比小幅上升，各尺寸面板价格上升 0-5 美元不等，但目前来看负面影响依然小于年初业者的预期。
- 近期天气：北部地区平均气温普遍比去年同期高 2-5 度。

行业点评

- **6月1日空调补贴政策退出影响分析：**我们对 5 月底空调节能补贴退出影响的看法：观点始终没有变化，即实际不会有什么影响。具体而言，去年 6 月行业已经有一次补贴政策的退出，当时相当于退出了 2/3，今年只不过是剩下的 1/3 彻底退出，影响比去年同期小的确定性很大；那么去年 6 月产业在线空调内销量已经环比下降 17% 同比下降 5%、中怡康口径零售量同比下降 18% 环比下降 45%，今年在 4、5 月同比增长在 30% 水平（高于我们对全年的预期增速）的基础上，只要 6 月环比下降的程度好于去年同期，同比增长就还能保持 30% 水平。以上读起来拗口的分析是我们得出影响不大观点的支持，当然市场在放大一切负面因素的情绪下，可能不看到实际情况还是可以不相信，这也是我们为什么认为“只要 6 月空调出货继续旺盛消除这一不确定性，则将具备进攻性”的原因。

图1：覆盖公司盈利预测及评级表（按推荐顺序）

简称	评级	流通市值 (亿元)	EPS						20110531				
			2011E	11/10 YoY	2012E	12/11 YoY	2013E	13/12 YoY	收盘价	周涨跌幅	月涨跌幅	今年涨跌幅	11PE
沪深 300									3001.56	-0.8%	-6.0%	-4.1%	
格力电器	买入	596	1.94	0.28	2.34	0.20	2.88	0.23	21.43	-3.3%	-1.1%	18.2%	11.0
青岛海尔	买入	351	2.04	0.34	2.42	0.19	2.85	0.18	26.20	-1.2%	-7.5%	-7.1%	12.9
美的电器	买入	559	1.29	0.39	1.56	0.21	1.88	0.21	17.92	-1.0%	-1.9%	3.0%	13.9
华帝股份	买入	23	0.70	0.53	0.91	0.29	1.16	0.28	10.47	-12.0%	-12.5%	-32.4%	14.9
海信电器	买入	110	1.30	0.35	1.55	0.19	1.82	0.17	12.66	-5.8%	-12.0%	9.6%	9.7
三花股份	买入	22	1.48	0.40	1.82	0.23	2.22	0.22	32.35	-3.8%	2.9%	-3.4%	21.9
苏泊尔	买入	94	0.92	0.31	1.20	0.30	1.55	0.29	22.00	-12.6%	-2.2%	-7.9%	23.9
老板电器	买入	10	0.70	0.33	0.91	0.30	1.17	0.30	16.07	-1.5%	-13.8%	-31.2%	23.0
小天鹅A	买入	35	1.13	0.39	1.49	0.32	1.76	0.18	16.28	-1.2%	-9.6%	-17.6%	14.5
万和电气	买入	12	1.22	0.31	1.56	0.28	1.89	0.21	23.62	-3.4%	-7.2%	-21.3%	19.4
九阳股份	买入	99	1.10	0.27	1.29	0.18	1.52	0.18	12.95	-1.3%	-12.3%	-14.1%	11.8
合肥三洋	买入	22	0.72	0.26	0.96	0.35	1.24	0.29	10.97	-15.4%	-11.1%	-11.0%	15.3
阳光照明	买入	58	0.63	0.29	0.82	0.32	1.07	0.30	19.59	-0.4%	-2.5%	-30.5%	31.3
常发股份	买入	11	0.77	0.33	1.05	0.36	1.41	0.35	21.87	0.8%	-7.5%	-11.9%	28.4
禾盛新材	买入	13	0.89	0.43	1.23	0.39	1.75	0.42	21.62	-1.8%	-6.4%	-39.9%	24.3
海立美达	持有	7	1.16	0.34	1.44	0.24	1.72	0.20	27.38	-1.9%	-14.3%	-31.6%	23.6
康盛股份	持有	18	0.68	0.28	0.86	0.26	1.06	0.23	16.89	-6.1%	-11.0%	-23.2%	24.8
毅昌股份	持有	6	0.43	0.10	0.55	0.28	0.69	0.25	9.79	-7.6%	-16.2%	-26.3%	22.6
胜利精密	持有	4	0.36	0.04	0.45	0.24	0.54	0.20	11.22	-7.4%	-16.0%	-24.7%	31.0
爱仕达	持有	13	0.39	0.50	0.49	0.25	0.63	0.30	13.63	-4.9%	-8.1%	-18.2%	35.0
深康佳A	持有	27	0.00	-1.06	0.09	-24.19	0.18	0.92	4.54	-7.9%	-4.8%	-4.6%	-1135
圣莱达	减持	5	0.25	0.20	0.29	0.17	0.33	0.15	11.54	-11.5%	-11.8%	-27.0%	46.9

说明：1、格力、三洋、禾盛、阳光已出增发预案；EPS 仍按增发前股本算。2、华帝股份 2010 年 EPS0.46 元是经常性业绩，含非经常性的预期为 0.55 元。

来源：国金证券研究所

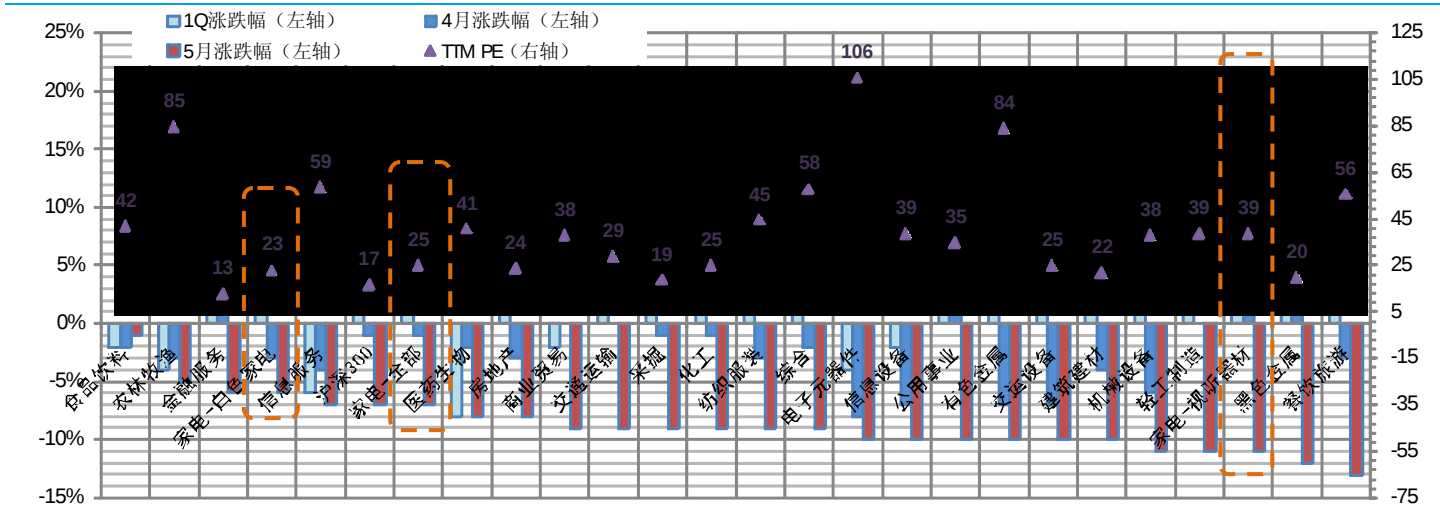
内容目录

6 月投资建议	3
5 月回顾：印证我们“大盘下跌具备防御性”观点	3
6 月行业观点及组合建议：空调股中报前可进攻，其余选有催化剂个股	4
行业回顾与展望	5
冰洗增速平稳，黑电出口增长较快	5
冰箱需求主要由农村拉动，空调需求由城市和农村共同拉动	8
原材料价格：液晶面板价格小幅上升，大宗商品价格均有下降	10
近期天气：北部地区平均气温比去年同期高	11
附：行业和公司新闻摘要及点评	12

6 月投资建议

5 月回顾：印证我们“大盘下跌具备防御性”观点

图表2：家用电器板块整体 5 月和大盘持平，白电跑赢



说明：板块采用申万行业分类

来源：聚源数据，国金证券研究所

图表3：家电板块个股今年 4、5 月股价表现

序号	代码	名称	4 月涨跌幅	5 月涨跌幅	序号	代码	名称	4 月涨跌幅	5 月涨跌幅
1	600619	海立股份	1.9%	45.8%	19	002418	康盛股份	-11.5%	-11.0%
2	002050	三花股份	-8.5%	2.9%	20	600983	合肥三洋	-10.7%	-11.1%
3	000651	格力电器	-3.0%	-1.1%	21	000404	华意压缩	-3.8%	-11.2%
4	002005	德豪润达	-8.0%	-1.6%	22	002473	圣莱达	5.2%	-12.0%
5	000527	美的电器	-2.6%	-1.9%	23	600060	海信电器	9.6%	-12.1%
6	002032	苏泊尔	-0.8%	-2.3%	24	002035	华帝股份	-7.2%	-12.5%
7	600261	阳光照明	-5.6%	-2.5%	25	002242	九阳股份	1.2%	-12.8%
8	00054	佛山照明	-4.9%	-3.7%	26	000521	美菱电器	-6.4%	-13.6%
9	000100	TCL 集团	28.9%	-4.4%	27	002508	老板电器	-6.7%	-13.9%
10	000016	深康佳 A	-2.7%	-4.8%	28	000921	ST 科龙	-5.4%	-13.9%
11	002290	禾盛新材	-16.1%	-6.4%	29	002537	海立美达	-8.8%	-14.3%
12	002543	万和电气	-7.3%	-7.2%	30	600854	ST 春兰	-4.9%	-15.2%
13	600690	青岛海尔	0.5%	-7.5%	31	002426	胜利精密	-9.1%	-16.1%
14	002413	常发股份	-3.0%	-7.5%	32	002420	毅昌股份	-4.6%	-16.2%
15	0024 3	爱仕达	-5.6%	-8.1%	33	002429	兆驰股份	-1.3%	-16.8%
16	600839	四川长虹	4.8%	-9.2%	34	002076	雪莱特	7.6%	-17.2%
17	000418	小天鹅 A	-8.3%	-9.6%	35	002260	伊立浦	8.3%	-18.8%
18	600 36	澳柯玛	-8.0%	-10.9%	36	600870	ST 厦华	-12.6%	-24.4%

说明：按 5 月涨跌幅排序；黄色底为我们 5 月组合建议个股。

来源：聚源数据，国金证券研究所

- 我们的 5 月行业观点为——“经过 4 月的回调，家电股向下的空间已不大，个股从现价来看空间已达 30-50%。不过由于较多不确定性依然存在（天气；空调节能补贴 5 月底退出可能引起一部分投资者的担心；4 月的冰箱电视、5 月的空调存在行业增长基数压力），因此我们对于家电板块

的整体表现依然看平（即大盘如下跌则具备防御性，大盘如上涨则进攻性欠缺）”。实际市场运行情况与我们的预判基本一致（图表 2）。

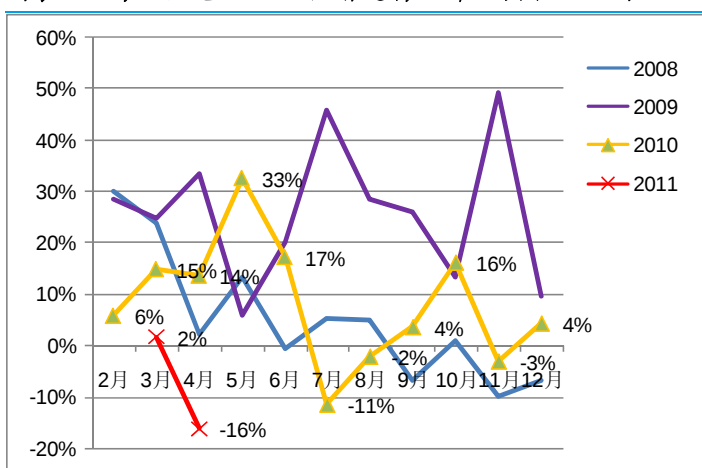
- 细分板块来看，白电是 5 月为数不多跑赢大盘的四个板块之一，黑电则明显跑输。白电跑赢与 5 月空调销售从企业调研来看依然强劲有关；黑电的调整与前期涨幅大和对 5 月销量增速悲观有关。
- 个股表现（图表 3）：我们的 5 月组合中格力美的表现较好，海尔一般，海信和华帝则调整较大，但 6 月我们依然重点这 5 家公司。涨幅第一的海立股份应属市场对于国际板的主题性炒作为主，基本面没有足够支持；涨幅第二的三花股份也一度因光热概念而表现强势，但从基本面而言我们也看好三花在今年的绝对收益确定性和中长期投资价值。

6 月行业观点及组合建议：空调股中报前可进攻，其余选有催化剂个股

■ 6 月行业观点——

- 1) 2Q 家电各子行业中，从增长来看，空调销量增长依然超预期（由 1Q 出口旺季时出口超预期转变为 2Q 进入内销旺季后内销超预期）；冰/洗/小家电基本符合年初预期（不过我们调研跟踪的情况是 5 月以来不少业者感到增速不达预期中的增长，原因有 CPI 高企影响、一二线城市房地产缩量滞后影响显现、农村增长进入平稳期等）；电视销量略低于预期但盈利能力超预期。我们对空/冰/洗/电视的全年销量预期由前期的 19%、4%、14%、15%调整为 25%、4%、14%、10%。

图表4：商品住宅竣工面积增速自去年7月低迷至今



来源：国金证券研究所

图表5：目前对2011年总销量预计的修正

	1H10 产量 YOY	2H10 产量 YOY	今年 1-4 月 产量 YOY	我们前期对 2011 年总销量的预计	目前对 2011 年总销量的修正
空调	40%	44%	43%	19%	上调到 25%
冰箱+冰柜	29%	22%	15%	4%	维持
洗衣机	36%	19%	17%	14%	维持
彩电	16%	15%	-4%	15%	下调到 10%

- 2) 从估值来看，空/冰/洗/电视/小家电目前估值安全边际均高，向下风险不大，全年还将震荡向上（个股空间可达 30-50%）；家电配件多数个股估值仍高。
- 3) 细分板块首推空调，理由是内销旺季到来增速靓丽+毛利率环比回升将明显（部分投资者担心的空调整能补贴退出在我们预料之内，但我们认为实际并不会因此而受到影响，只要 6 月空调出货继续旺盛消除这一不确定性，则将具备进攻性）；而其余子版块还需自下而上寻找个股催化剂。
- 6 月组合建议：沿着“空调股中报前可进攻，其余选有催化剂个股”的思路，我们的 6 月重点推荐组合和 5 月一致，顺序为：格力、海尔、美的、华帝、海信。另外从全年绝对收益安全边际强来看，近期还可布局价值品种苏泊尔（大股东增持价 30 元），三花股份（股权激励行权价 35.69 元）；从未来一两年业绩增速可持续、当前 PE/G 较低来看，老板电器、

小天鹅、万和电气尽管短期缺乏催化剂、当前股价也完全具备投资价值。6 月组合中 5 家公司的投资要点实时更新如下：

- **格力：**最纯粹的空调股，业绩还有超预期可能性。公司专业化的发展道路还有很大空间，未来五年复合增速 15-18%完全可期，当前估值依然被低估；空调 5 月销售依然旺盛，铜价下跌对毛利率是正面影响。3-6 个月合理价位 27.7 元，对应 15 倍 PE。
- **海尔：**期待上游资产注入实施。另外 4、5 月冰箱市场份额有回升，2Q 收入增速还有望环比上升。2010 年收入 606 亿的综合白电龙头，目前市值 375 亿，P/S 与美的之间的差距是向上的空间；而向上的动力来自于①创新能力强（产品创新、商业模式创新），市场份额稳定；②净利率持续提升，源于公司定价能力强、流程再造效果持续体现、加上集团、管理层、资本市场、消费者四方利益一致；③资产注入还将增厚业绩。10 转增 10 预计三季度除权。12 个月目标 40 元。
- **美的：**空调业务依然占公司收入比重近 70%。尽管 1Q 利润增速低于预期，但净利率预期逐季转好，全年利润增长 40%的预期不变。期待小家电回归提升未来估值水平。年内目标价 1.29X20 倍 PE，即 25.8 元。
- **华帝：**上半年预期利润增速 40%水平。公司目前估值 17X11PE，比老板电器和万和电气都低。公司在股东要求、同行上市的压力、管理层激励需要下，在收入达成考核目标下期间费用可控规模效应明显，改善利润率水平的动力和能力兼备。因此我们认为公司合理价格为 30X11PE/20X12PE，即 18.2-21.0 元。关注一年一度管理层考核现金激励方案的推出。
- **海信：**中报预计还能保持一季度的高速增长。未来 2-3 年电视需求将保持 15%左右的量增，产业链布局和竞争格局均向有利于本土电视机企业的方向发展，且本土企业间的强弱差距将拉开，因此这一阶段黑电龙头的估值起码可以与大白电相同（动态 15-18 倍）。海信电器的竞争力在本土企业数一数二，LED 电视模组自制对盈利能力提升贡献显著，2010 年净利率已提升至 4%。但目前市场预期依然偏悲观（我们预计今年净利润增速 35%，市场多为 20%），因此预期差将带来 EPS 和 PE 双升的空间。年内目标价 21.7 元，对应 14X12PE。

行业回顾与展望

冰洗增速平稳，黑电出口增长较快

- 4 月统计局产量、家电下乡、以及产业在线空调数据我们已在 5 月 20 日《月度数据分析：空调旺盛，5 月产销继续乐观》中点评。
- 根据产业在线披露的 4 月冰箱产销数据：
 - 4 月份冰箱产量 788 万台、同比增长 13%，销量 810 万台、同比增长 14%，增长较为平稳；其中，内销 627 万台同比增速 16%、出口 183 万台同比增速 10%。
 - 1-4 月累计产量 2660 万台、同比增长 14%；累计销量 2669 万台，同比增长 13%；其中，累计内销量 2104 万台同比增长 16%，累计出口 565 万台累计增长 5%。
 - 4 月冰箱库存/4 月销量为 0.4，4 月库存/当月内销为 0.5，处于历史中游水平，库存压力不大。

图表6：按累计份额排序的分上市公司冰箱产销数据

企业	月份	产量(万台)			销量(万台)			内销(万台)			出口(万台)			库存(万台)		
		2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比
总计	1月	639	531	20%	609	550	11%	480	429	12%	129	121	7%	337	102	230%
	2月	483	488	-1%	523	473	11%	425	363	17%	98	109	-11%	297	117	153%
	3月	749	623	20%	727	621	17%	572	480	19%	155	142	10%	320	119	168%
	4月	788	700	13%	810	708	14%	627	541	16%	183	166	10%	298	112	167%
	小计	2660	2343	14%	2669	2352	13%	2104	1814	16%	565	538	5%			
海尔	1月	127	110	15%	115	110	5%	102	95	7%	13	15	-12%	62	3	2028%
	2月	80	123	-35%	100	92	9%	85	82	4%	15	10	46%	42	34	23%
	3月	145	119	22%	160	120	33%	147	105	40%	13	15	-16%	27	33	-19%
	4月	155	145	7%	170	140	21%	154	124	24%	17	16	3%	12	38	-69%
	小计	507	497	2%	545	462	18%	488	406	20%	57	56	2%			
	累计份额	19.1%	21.2%		20.4%	19.6%		23.2%	22.4%		10.1%	10.4%				
美的	1月	96	64	50%	76	70	9%	65	60	8%	11	10	9%	62	15	317%
	2月	75	45	67%	80	51	56%	70	42	67%	10	9	7%	57	9	546%
	3月	130	82	59%	126	85	48%	108	73	47%	18	12	54%	61	6	945%
	4月	130	90	44%	150	95	58%	128	80	60%	22	15	45%	41	1	4709%
	小计	431	281	53%	432	301	43%	371	255	45%	61	46	32%			
	累计份额	16.2%	12.0%		16.2%	12.8%		17.6%	14.1%		10.7%	8.5%				
海信科龙	1月	49	56	-12%	41	54	-24%	26	39	-32%	15	15	-4%	21	5	299%
	2月	38	48	-21%	40	48	-16%	30	34	-12%	10	14	-25%	19	6	241%
	3月	80	80	0%	74	82	-10%	57	59	-3%	17	24	-28%	25	4	602%
	4月	74	85	-13%	79	84	-6%	55	65	-15%	24	20	24%	20	5	338%
	小计	241	269	-10%	234	268	-13%	168	196	-14%	66	72	-8%			
	累计份额	9.1%	11.5%		8.8%	11.4%		8.0%	10.8%		11.7%	13.4%				
美菱	1月	38	36	4%	41	35	16%	38	33	16%	3	2	26%	65	7	783%
	2月	20	23	-13%	18	28	-36%	15	24	-35%	3	5	-39%	67	2	2852%
	3月	38	40	-5%	35	38	-8%	31	38	-18%	4	0	1932%	70	4	1539%
	4月	51	48	6%	48	49	-2%	43	44	-4%	5	5	12%	73	3	2135%
	小计	147	147	0%	142	150	-6%	127	139	-8%	14	11	26%			
	累计份额	5.5%	6.3%		5.3%	6.4%		6.0%	7.6%		2.5%	2.1%				

来源：产业在线，国金证券研究所

■ 根据产业在线披露的4月洗衣机产销数据：

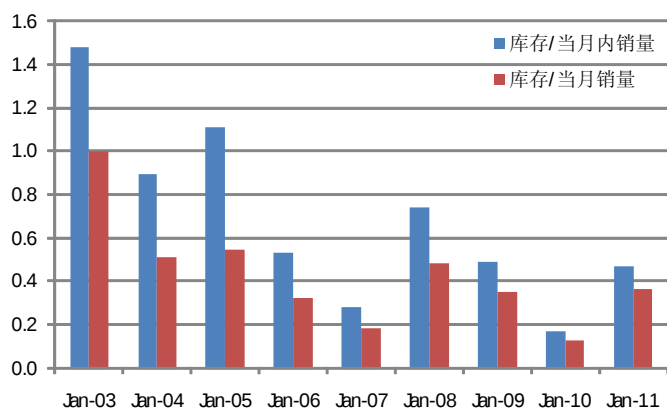
- 4月份洗衣机产量516万台、同比增长24%，销量502万台、同比增长20%，增长情况良好；其中，内销345万台同比增速25%、出口156万台同比增速11%。
- 1-4月累计产量1880万台、同比增长23%；累计销量1889万台，同比增长21%；其中，累计内销量1304万台同比增长27%，累计出口563万台累计增长8%。
- 4月洗衣机库存/4月销量为0.6，4月库存/当月内销为0.8，处于历史低位，库存压力较小。

图表7：按累计份额排序的分上市公司洗衣机产销数据

企业	月份	产量(万台)			销量(万台)			内销(万台)			出口(万台)			库存(万台)		
		2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比
总计	1月	551	405	36%	536	411	30%	377	281	34%	158	19	23%	310	353	-12%
	2月	349	320	9%	383	335	14%	294	238	23%	89	97	-8%	277	339	-18%
	3月	464	385	20%	469	404	16%	310	251	23%	159	153	4%	272	319	-15%
	4月	516	415	24%	502	417	20%	345	275	25%	156	141	11%	286	317	-10%
	小计	1880	1525	23%	1889	1567	21%	1326	1045	26%	563	521	8%			
海尔	1月	125	85	47%	124	9	29%	110	85	29%	14	11	29%	53	72	-27%
	2月	85	65	31%	99	79	25%	95	72	32%	4	7	-45%	39	58	-33%
	3月	110	78	41%	104	87	20%	89	72	24%	15	15	0%	45	49	-8%
	4月	105	83	27%	101	87	16%	9	75	20%	11	12	-11%	50	45	10%
	小计	425	311	37%	427	348	23%	384	304	26%	43	44	-3%			
	累计份额	22.6%	20.4%		22.6%	22.2%		29.0%	29.1%		7.6%	8.5%				
荣事达	1月	50	45	11%	50	43	16%	41	32	28%	9	1	-19%	63	43	45%
	2月	32	38	-17%	41	35	19%	32	33	-3%	9	2	404%	53	46	13%
	3月	65	46	42%	60	42	45%	48	34	41%	12	8	64%	57	51	13%
	4月	70	46	54%	69	45	55%	58	37	57%	11	8	47%	58	51	12%
	小计	217	174	24%	221	164	35%	179	13	32%	42	28	51%			
	累计份额	11.5%	11.4%		11.7%	10.4%		13.5%	13.0%		7.4%	5.3%				
小天鹅	1月	56	41	38%	58	38	54%	50	30	67%	8	8	6%	17	22	-20%
	2月	38	34	10%	45	37	21%	40	27	48%	5	10	-52%	10	19	-46%
	3月	46	38	21%	49	40	22%	40	2	38%	9	11	-20%	7	16	-58%
	4月	67	38	76%	63	40	58%	55	31	80%	8	9	-14%	11	15	-26%
	小计	206	150	37%	215	155	39%	185	117	59%	30	38	-21%			
	累计份额	11.0%	9.8%		11.4%	9.9%		14.0%	11.1%		5.3%	7.3%				
合肥三洋	1月	30	23	31%	28	23	2%	24	21	14%	4	2	110%	8	20	-59%
	2月	15	14	11%	18	17	6%	14	17	-18%	4	0	975%	5	17	-68%
	3月	19	18	8%	20	19	8%	15	17	-9%	5	2	127%	4	16	-73%
	4月	28	20	42%	25	19	33%	20	17	20%	5	2	142%	7	17	-57%
	小计	92	73	25%	91	77	18%	73	71	3%	18	6	189%			
	累计份额	4.9%	4.8%		4.8%	4.9%		5.5%	6.8%		3.2%	1.2%				

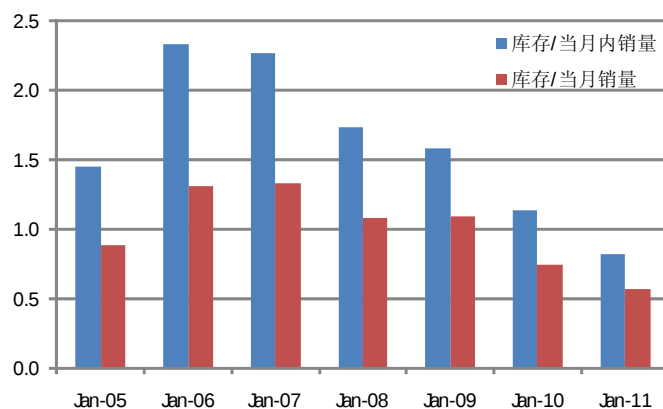
来源：产业在线，国金证券研究所

图表8：冰箱库存水平处于历史中游，压力不大



来源：产业在线，国金证券研究所

图表9：洗衣机库存水平处于历史低位，压力小



■ 根据产业在线披露的电视机产销数据:

- 4 月份电视机产量 804 万台、同比增速-2%，销量 809 万台、同比增速-1%，其中内销 446 万台、同比增长-15%，出口 363 万台，同比增长 24%。
- 1-4 月份电视机累计产量 3173 万台，同比增长-1%，累计销量 3184 万台、同比增长 1%，其中内销累计 1731 万台、同比增长-2%，累计出口 1453 万台、同比增长 4%。

图表10：按累计份额排序的分上市公司彩电产销数据

企业	月份	产量(万台)			销量(万台)			出口(万台)			内销(万台)		
		2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比	2011年	2010年	同比
总计	1 月	1040	987	5%	1013	943	7%	455	395	15%	558	547	2%
	2 月	568	645	-12%	592	687	-14%	342	364	-6%	250	323	-23%
	3 月	762	740	3%	769	718	7%	488	487	0%	282	232	22%
	4 月	804	819	-2%	809	818	-1%	446	524	-15%	363	294	24%
	小计	3173	3191	-1%	3184	3166	1%	1731	1770	-2%	1453	1395	4%
TCL	1 月	102	117	-12%	101	101	-1%	29	30	-5%	72	71	1%
	2 月	47	65	-27%	51	66	-22%	20	27	-24%	31	39	-21%
	3 月	67	70	-4%	67	66	1%	30	36	-15%	36	30	21%
	4 月	64	63	2%	64	64	1%	24	25	-3%	40	39	3%
	小计	280	314	-11%	283	297	-5%	104	118	-12%	179	179	0%
		8.8%	9.8%		8.9%	9.4%		6.0%	6.7%		12.3%	12.8%	
海信	1 月	97	92	5%	90	87	4%	9	8	11%	81	79	3%
	2 月	38	54	-29%	43	59	-28%	7	17	-57%	35	42	-17%
	3 月	53	50	6%	53	48	9%	14	13	9%	38	35	8%
	4 月	70	62	14%	70	60	15%	18	16	15%	51	45	15%
	小计	258	257	0%	255	255	0%	49	54	-9%	206	201	3%
		8.1%	8.1%		8.0%	8.1%		2.8%	3.1%		14.2%	14.4%	
长虹	1 月	94	91	3%	88	91	-3%	12	12	-2%	76	79	-3%
	2 月	38	51	-26%	43	53	-19%	10	12	-17%	33	41	-19%
	3 月	47	47	1%	49	47	5%	12	17	-25%	36	30	22%
	4 月	61	59	4%	59	60	-1%	9	19	-54%	51	41	23%
	小计	240	248	-3%	240	251	-4%	43	60	-28%	197	191	3%
		7.6%	7.8%		7.5%	7.9%		2.5%	3.4%		13.5%	13.7%	
创维	1 月	93	87	7%	87	84	4%	4	5	-29%	84	78	6%
	2 月	39	47	-16%	45	48	-6%	9	6	39%	36	41	-13%
	3 月	49	38	31%	48	34	41%	6	2	130%	42	32	34%
	4 月	57	53	7%	53	50	6%	4	10	-59%	49	41	22%
	小计	239	225	6%	233	216	8%	22	24	-7%	211	192	10%
		7.5%	7.0%		7.3%	6.8%		1.3%	1.3%		14.5%	13.8%	
康佳	1 月	84	75	12%	77	76	1%	3	8	-57%	74	68	8%
	2 月	35	50	-30%	36	44	-20%	3	4	-17%	32	40	-20%
	3 月	34	43	-21%	35	41	-15%	5	12	-61%	30	29	5%
	4 月	42	40	6%	41	38	8%	4	5	-13%	37	34	11%
	小计	196	209	-6%	189	200	-5%	16	29	-46%	174	171	1%
		6.2%	6.5%		5.9%	6.3%		0.9%	1.6%		12.0%	12.3%	

来源：产业在线，国金证券研究所

冰箱需求主要由农村拉动，空调需求由城市和农村共同拉动

- 我们比较了产业在线口径、中怡康口径（彩电用奥维咨询口径代替）和家电下乡销量数据。我们的假设是产业在线的销量反映了企业出货量；中怡康和奥维数据反映了城市零售终端销售量，在时间上有一定滞后期；而家电下乡反映了农村市场的销售情况。在此基础上，我们用今年 1-4 月的中怡康累计销售量除以去年 12 月-今年 3 月的产业在线内销量（即假设零售终端滞后企业发货 1 个月），计算行业均值和各品牌的数值，比较各品牌的城市市场表现。再用今年 1-3 月累计家电下乡销量除以去年 12 月-2 月的产业在线内销量，计算行业和各品牌的数值，比较各品牌的农村市场表现。
- 计算结果表明，中怡康对整个内销的解释力度较为有限。仅洗衣机中的合肥三洋的“中怡康销量/产业在线内销量”达到 51%，其他品牌、品类的占比都低于 40%。各子行业中，彩电和洗衣机的中怡康解释力度最强，但也不到 40%。
- 农村市场数据主要反映了家电下乡的销售量，分析“农村市场销量/产业在线销量”这一指标发现，该数值最高的是冰箱，且远高于“中怡康销量/产业在线内销量”，表明目前冰箱的需求主要由农村市场拉动。空调该数值和“中怡康销量/产业在线内销量”持平，表明空调的需求由城市更新和农村普及共同拉动。海信科龙的空调销售比较特殊，在农村市场的表现优于城市。洗衣机该数值也较高，但是和“中怡康销量/产业在线内销量”相加大于 100%，虽然有可能是因为两者的渠道有重叠，但更可能是因为今年 1-3 月家电下乡销售数据含有水分，导致数据虚高。

图表11：冰箱需求主要由农村拉动，空调需求由城市和农村共同拉动

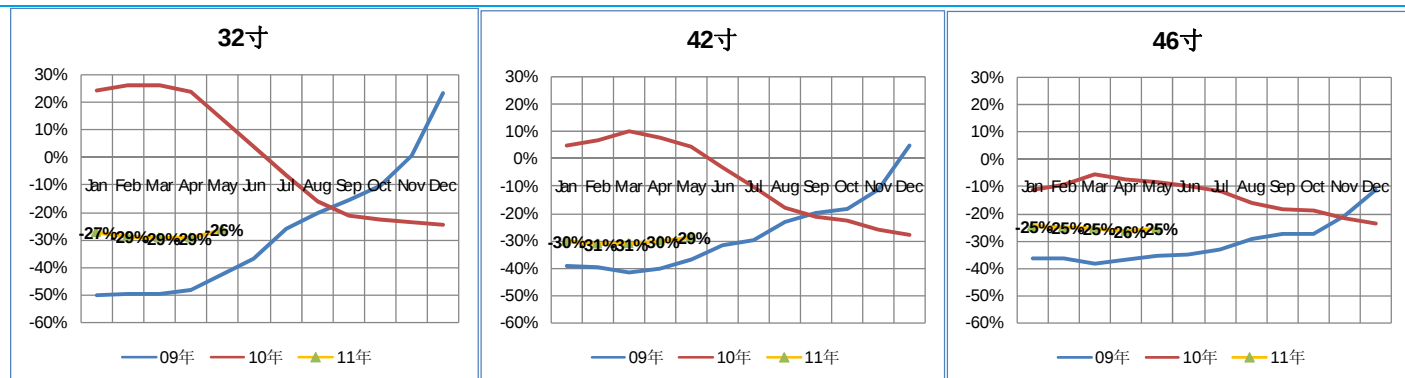
空调	产业在线	中怡康	中怡康销量/产业在线销量	产业在线	农村市场	农村市场销量/产业在线销量
	12-3 月	1-4 月		12-2 月	1-3 月	
市场	1738	403	23.2%	1126	252	22.4%
格力	575	109	19.0%	400	90	22.5%
美的	495	103	20.9%	335	76	22.6%
海尔	127	40	31.7%	72	25	34.8%
海信+科龙	70	23	32.6%	40	25	62.6%
冰箱	产业在线	中怡康	中怡康销量/产业在线销量	产业在线	农村市场	农村市场销量/产业在线销量
	12-3 月	1-4 月		12-2 月	1-3 月	
市场	1838	357	19.4%	1277	853	66.8%
海尔	418	85	20.3%	271	205	75.5%
美菱	112	41	36.2%	91	73	79.7%
美的	280	45	16.2%	172	113	65.8%
海信科龙	149	17	11.6%	92	36	39.5%
洗衣机	产业在线	中怡康	中怡康销量/产业在线销量	产业在线	农村市场	农村市场销量/产业在线销量
	12-3 月	1-4 月		12-2 月	1-3 月	
市场	1350	417	30.9%	1040	740	71.1%
海尔	419	108	25.7%	330	177	53.7%
合肥三洋	76	39	51.0%	61	42	69.6%
美的系	329	106	32.2%	241	179	74.3%
液晶电视机	产业在线	奥维咨询	奥维咨询销量/产业在线销量			
	1-3 月	2-4 月				
市场	943	340	36.1%			
海信	145	54	37.4%			
创维	154	48	30.8%			
TCL	128	39	30.2%			
康佳	116	35	30.2%			
长虹	108	32	29.4%			

来源：产业在线，中怡康，奥维咨询，国金证券研究所

原材料价格：液晶面板价格小幅上升，大宗商品价格均有下降

- 5月上液晶面板价格环比小幅上升，各尺寸面板价格上升0-5美元不等；但从同比来看，主流尺寸32、42、46寸面板的降幅依然在25-30%的区间，该降幅远大于终端价格的降幅，因此2Q电视机企业的毛利率预计能够保持1Q的高位水平。DisplaySearch预计下半年面板价格可能上升6-10美元，涨幅约3-5%。和历史数据相比，该涨幅较为温和，相信企业可以应对。

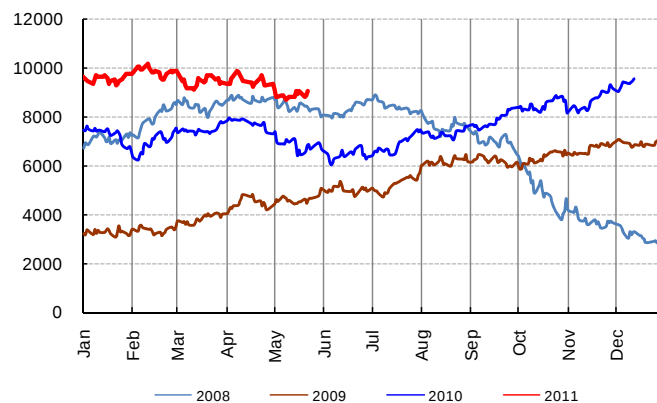
图表12：面板价格降幅在25-30%区间（以主流32、42、46寸为例）



来源：DisplaySearch，国金证券研究所

- 铜、铝、原油和钢材价格5月都有不同程度下跌，有助于2Q白电企业毛利率的环比提升。

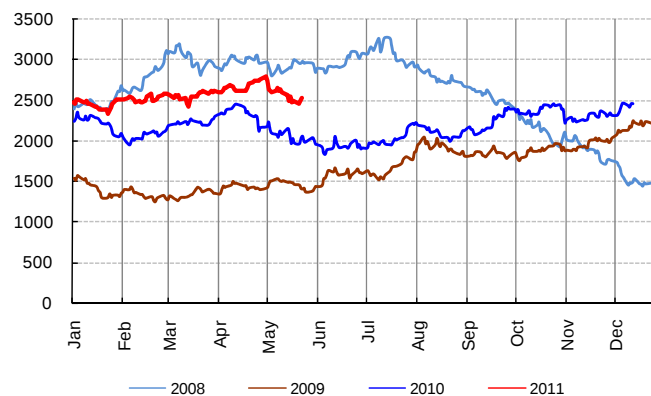
图表13：铜价4-5月均价较1Q环降4.4%



单位：美元/吨

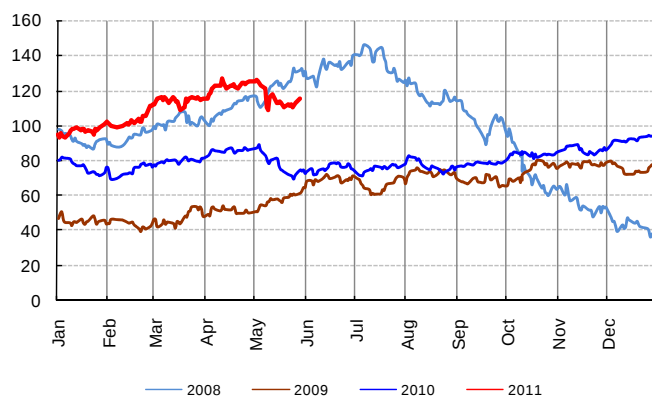
来源：国金证券研究所

图表14：铝价4-5月均价较1Q环升4.7%，5月下降



单位：美元/吨

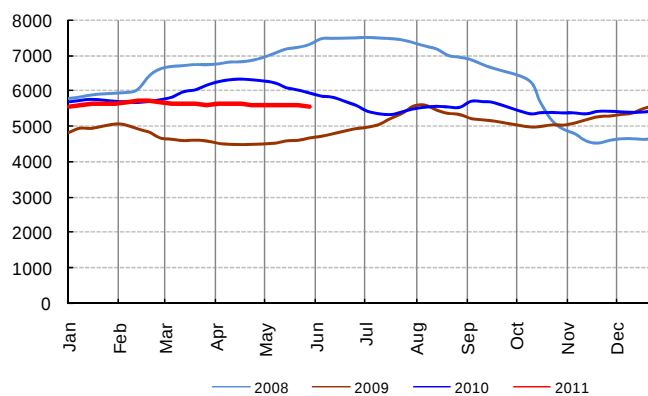
图表15: 油价4-5月均价较1Q环升12.7%，5月下降



单位: 美元/桶

来源: 国金证券研究所

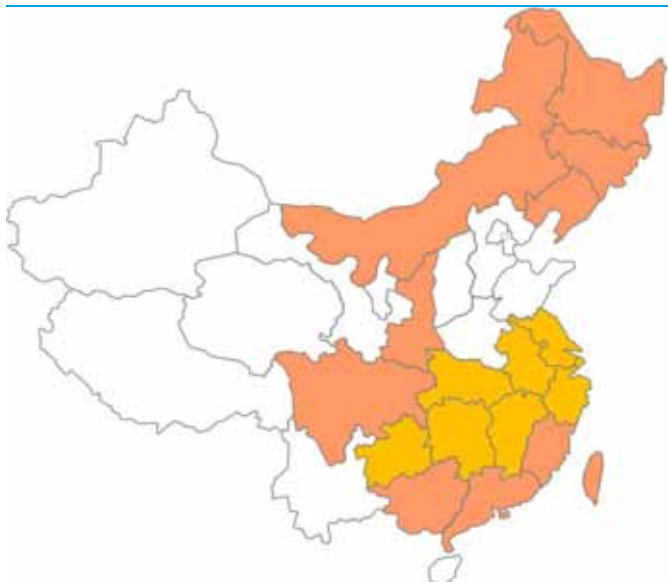
图表16: 钢价4-5月均价较1Q环降1%



说明: 以 1mm 冷轧钢板为代表; 单位: 元/吨

近期天气: 北部地区平均气温比去年同期高

图表17: 5.6-5.12 一周各地区平均气温



注: 其中黄色表示当地过去一周平均气温比去年同期高 5 度以上, 红色表示当地过去一周平均气温比去年同期高 2 度以上、5 度以下

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 5.25-5.31 一周各地区平均气温



6 月 1 日空调补贴政策退出影响分析

- 6 月 1 日空调补贴政策退出影响分析: 我们对 5 月底空调节能补贴退出影响的想法: 观点始终没有变化, 即实际不会有什么影响。具体而言, 去年 6 月行业已经有一次补贴政策的退出, 当时相当于退出了 2/3, 今年只不过是剩下的 1/3 彻底退出, 影响比去年同期小的确定性很大; 那么去年 6 月产业在线空调内销量已经环比下降 17% 同比下降 5%、中怡康口径零售量同比下降 18% 环比下降 45% (图表 19), 今年在 4、5 月同比增长在 30% 水平 (高于我们对全年的预期增速) 的基础上, 只要 6 月环比下降的程度好于去年同期, 同比增长就还能保持 30% 水平。以上读起来拗口的分析是我们得出影响不大观点的支持, 当然市场在放大一切负面因素的情绪

下，可能不看到实际情况还是可以不相信，这也是我们为什么认为“只要 6 月空调出货继续旺盛消除这一不确定性，则将具备进攻性”的原因。

图表19：去年 6 月因节能补贴政策退出 2/3，行业出货及零售已有一轮下降

	10 年 4 月	10 年 5 月	10 年 6 月	10 年 7 月
产业在线内销出货量	481	538	445	461
同比	46%	57%	-5%	6%
环比		12%	-17%	4%
中怡康监测口径零售量	137	261	144	235
同比	77%	40%	-18%	24%
环比		90%	-45%	63%

	11 年 4 月			
产业在线内销出货量	665			
同比	38%			

来源：国金证券研究所

附：行业和公司新闻摘要及点评

图表20：本期家电行业动态资讯表（5.18-5.31）

	日期	关键词	原文摘要	国金简评
行业新闻	5.18	合肥家电产业	今年以来，合肥市家电产品产量增势良好。一季度，全市共生产彩电 86 万台、洗衣机 358 万台、冰箱 533 万台、空调 242 万台，家电四大件产品累计 1219.5 万台(套)，同比增长 32.5%，家电产业规上工业总产值 242.1 亿元，同比增长 54.5%，实现增加值 60.9 亿元，同比增长 35.2%。据预计，今年全市家电四大件产品产量将超过 5000 万台(套)，家电产业规上工业总产值将突破 1000 亿元。	合肥已将打造成全球最大的家电生产基地列入十二五规划，预计到 2015 年合肥家电工业总产值将超过 2000 亿元、冰洗空彩电合计产量将达到 1.2 亿台。还带动了上游配套产业的集群式发展。
	5.24-5.25	面板价格	有分析指出，韩面板企业停止杀价行为，以及中国彩电企业接受面板涨价的事实，带动了 5 月份面板价格出现近两年来没有过的全面回升。DisplaySearch 也指出，今年五一期间 LED 与 3D 电视销售较好，彩电企业库存较低，使得彩电企业开始回补库存，并接受面板涨价，5 月下旬面板价格涨幅在 2、3 美元。加上销售旺季的到来，面板企业将持续推动价格提升。奥维咨询近日发布报告称，彩电面板在第三季仍供货吃紧，而由此引发的面板价格上涨将在 10 月份达到高峰。	5 月面板价格小幅上涨，但总体而言今年面板价格的负面影响小于整机行业年初的预期，从而令整机毛利空间优于预期
	5.26	空调	“今年农村市场有很大增长，我们长虹空调在四川农村相比于往年有几十倍的增长，有的客户去年只做 20 万元，今年能做 80-100 万元，尤其 5 月旺季启动早，增长明显，有的乡镇经销商 5 月一个月的销量就抵上去年一年的。”长虹空调成都营销中心负责人吴小勇向艾肯家电网介绍了其在农村市场的优异表现。这也从另一个侧面证实四川农村空调市场的整体向好。相比于我国东部和南方的三四级市场，四川的这部分市场一直缺乏普及和增长的基础，而 2011 年度可谓是四川农村空调市场重要的分界点，2011 年度开始，空调在四川农村市场的普及步伐启动。	不仅四川，今年空调的增长动力就是保有量的快速上升，尤其是中心城市的周边县镇。
	5.26	空调	中国国家信息中心发布《2010 年房间空调器市场分析报告》，由于国家节能政策实行，变频空调产品价格平均下降了 2000 元，不过一季度空调整体价格提高了约 10%。业内消息显示，在原料成本、人工成本等涨价压力不变的情况下，今年空调整体价格可能上浮 10%。	定速空调补贴政策退出也是今年空调整体价格上浮的原因，而变频空调均价下降正有利于变频的普及
	5.28	家电零售	工信部监测数据显示，2011 年 4 月份全国百家重点大型零售企业家电类零售额同比增长 18.5%，增速比上年同期回落 17.9 个百分点，高于同期社会消费品零售总额增速 1.4 个百分点。2011 年 4 月多数家电零售量增速放缓，在调查的 20 个家电品类中，除家用电风扇、冷热水饮水机、燃气灶零售量同比增速比去年同期有所上升外，其他 17 个品类家电零售量同比增速出现不同程度放缓，洗衣机、抽油烟机、吸尘器、燃气热水器等品类零售量还出现了负增长。	家电内外销增速放缓有基数的原因，也有经济大环境的原因。重点大型百货零售表征城市市场，由于农村市场增长更快，因此城市市场的增速是低于行业内销平均水平的
	5.31	出口	数据显示，家电行业出口增速稳中有降。2011 年以来，家电产品出口保持平稳态势，1-4 月，家用电器出口 289 亿美元，同比增长 15.5%，增速比去年同期回落 4.4 个百分点。从主要产品看，彩电出口 38 亿美元，同比增长 6.1%；激光视盘机出口 18 亿美元，同比增长 19.7%。	
	5.31	面板	京东方投资 280.3 亿元在北京建设的 8.5 代 TFT-LCD 生产线项目已经完成厂房建设、设备搬入和安装调试，将于 2011 年 6 月底投产，今年三季度量产。玻璃基板投入设计产能为 9 万片/月，玻璃基板尺寸为 2200mm×2500mm，包括阵列、彩膜、成盒和模组四部分生产工序，产品以 26-55 英寸液晶电视显示模组为主。三星电子公布苏州 7.5 代面板项目动工。这是中国大陆第一个外资主导的高世代面板项目，也是迄今为止大陆第三座真正动工的高世代面板厂。该项目首期投资为 30 亿美元，预计 2012 年 8 月竣工，届时每月产能约为 10 万片玻璃基板，2013 年有望大规模量产。该项目股东为三星电子、苏州工业园区及 TCL，分别持有 60%、30%和 10%的股份。三星液晶面板部门社长张元基表示，苏州项目的动工，将进一步完善公司在中国大陆的平板产业链。此前，三星在大陆主要侧重液晶模组、终端电视的布局。	全球面板产能向中国转移，对本土整机企业而言利大于弊。
	5.19	格力	格力电器计划将为员工平均加薪 10%。根据广东某人才市场发布的《2010 珠三角企业薪酬调查报告》，模具业一线员工的平均年薪是 18948 元，电子业生产线一线员工年薪为 15468 元。而在格力电器，一线工人的年薪达到 4.5-4.8 万元。	劳动力成本占大家电产品的成本比重不大，约 2-3 个百分点；而基层员工待遇提高还有利于刺激消费
	5.27	美的	在日前发布的“2011 年度中央国家机关空调集中采购项目”中标公告中，美的空调五项招标项目全线中标。在 2010 年，经过平台整合后，美的空调成为中央采家用定速、家用变频、商用空调的供货商。今年，美的再次实现突破，在央采五项的招标项目中，全线中标，成为家用定速、家用变频、基站空调、商用空调、精密恒温恒湿机房空调的供货商。	“中央国家机关空调集中采购项目”采购单位覆盖中央直属近万个机关单位，是中国政府采购领域级别最高，覆盖面最广的采购项目之一。

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室